

松 山 大 学 論 集
第 30 卷 第 4 - 1 号 抜 刷
2 0 1 8 年 10 月 発 行

2010 年のギリシャ・ソブリン債務危機は どのように起こったのか？

松 浦 一 悦

2010 年のギリシャ・ソブリン債務危機は どのように起こったのか？

松 浦 一 悦

目 次

はじめに

第 1 章 ギリシャを取り巻く環境～EU の政策

1-1 金融市場の完成を目指して

1-2 地域政策の役割

1-3 リスボン戦略

第 2 章 ギリシャの単一通貨導入に伴う構造改革

2-1 EMU に向けた金融市場改革

2-2 国営企業の民営化

第 3 章 2000 年代の経済成長と「双子の赤字」

3-1 ギリシャのキャッチアップ

3-2 貿易・経常収支赤字と財政赤字の拡大

3-3 「双子の赤字」のファイナンスの特徴

結びに代えて

は じ め に

本稿は、なぜギリシャのソブリン債務危機は生じたのかを明らかにすることを目的とする。より具体的に言えば、ユーロ導入以降からソブリン債務危機が発生するまでのギリシャを取り巻く環境、ソブリン債務危機発生前の経済ファンダメンタルズの状況、国際資本取引の特徴を明らかにすることである。

2010 年の第 1 次ギリシャソブリン債務危機の発生以降、トロイカによる緊縮的な政策が実施された。緊縮政策の背景には、労働市場の硬直性による高水準の賃金費用は国際競争力を低下させ、貿易収支赤字が増加し、また放漫な財

政支出による財政赤字が増大したという EU 当局の考えがあった。トロイカの政策はギリシャのソブリン債務問題の解決に有効であるか、あるいは、ギリシャ経済の再生に資するか否かを評価する際に、ソブリン債務危機の原因の十分な認識が不可欠であろう。

第1章では EU の対ギリシャ政策という視点から、ギリシャを取り巻く環境の変化を考察する。ギリシャは 1990 年代に EMU への参加を表明したことで、単一通貨導入に向けて EU が求める様々な制度の変更やルールの適用を受け入れる必要があった。この点から、EU の政策は 1990 年代以降のギリシャの市場に構造改革を迫り、ギリシャを EU 市場に包摂する役割を果たすものであったことを述べる。

第2章では、ギリシャの構造改革として金融市場改革と国営企業の民営化を取り上げる。金融市場改革は外資流入の条件を成すもので、国営企業の民営化も同様の条件となると考えられる。一方、構造改革として労働市場改革は、労働市場の柔軟性の実現により労働生産性の向上を目指すものである。ただし、ギリシャの労働生産性の上昇はソブリン債務危機の要因ではないので、本論文の考察対象にはしない。

第3章は、ギリシャの 2000 年代の高い水準の経済成長を背景にした貿易・経常収支の赤字と経済成長を支えた財政支出の結果として生じた財政赤字の実態を述べ、それらのファイナンスの特徴を述べる。双子の赤字を抱える国際資本取引が続く限り、ギリシャの景気循環は継続し、経済成長は継続する。しかし、2009 年のソブリン債務危機を契機に資本流失と資本流入の不足により、双子の赤字のファイナンスが困難になり、ギリシャは事実上のデフォルトに陥った。本章は、ギリシャの国際資本取引の点からソブリン債務危機の原因を明らかにしたい。

第1章 ギリシャを取り巻く環境～EU の政策

一般に 1980 年代以降の規制緩和とグローバル化の進展の中で、EU は 80 年

代後半の市場統合と99年の通貨統合を目指す欧州経済通貨同盟（EMU）により、EU域内市場の自由化を進めていった。EMUを方向づけたマーストリヒト条約の批准以降、EUは単一通貨導入の前提となる市場統合とその条件となる経済格差の是正を目的として構造改革を始めた。すなわち、財・サービス市場および金融市場の規制緩和・自由化を進めると同時に、後進地域への公的資金の移転による地域政策を開始した。この改革は、2000年3月のリスボン戦略により、さらに強く進められ、ギリシャはEUの構造改革路線を歩むことで、EU市場に深く包摂されることとなった。本章では、ギリシャを取り巻く環境をEU政策の観点から見て、ギリシャのソブリン債務危機を生み出す土壌を見ておこう。

1-1 金融市場の完成を目指して

EUの金融市場の完成は、単一通貨流通のための様々な障壁を取り除く必要があることから、金融取引のルールの共通化や金融機関の規制の共通化が早急に行われた。すなわち、資本移動の自由化が進められるのと並行して、金融サービス市場の統合を目的として銀行と証券会社等の金融機関がクロスボーダーの金融取引を自由に行えるルール作りが進められた。

第1に、資本移動の域内自由化については、第4次資本移動自由化指令（1990年施行）により、EU域内のあらゆる形態での資本取引が完全に自由化された。第4次指令では、①金融取引にかかわる信用供与の自由化、②短期証券取引の自由化、③外国での個人の銀行口座開設および借入れの自由化などが規定された。それにより、それまで規制が厳しかった南欧諸国を中心に、資本の流出入が急増した。

第2に、金融サービスの域内市場は、銀行業務には「第2次銀行指令」（1992年施行、後に関連する指令と併せて「銀行指令」に改正）が、証券業務には「投資サービス指令」（96年施行、後に「金融商品市場指令（MiFID）」として修正）がそれぞれ定められ、域内単一免許制度が導入された。

第2次銀行指令では、①銀行は一国で免許を得れば EU 全域で自由に活動することが可能となり（単一免許）、②当該銀行に対する監督も域内他国における活動も免許を付与した国が監督することとなり（母国監督原則）、③銀行は追加の免許を得ずして銀行業務や証券業務などの金融サービスを EU 全域で提供することができるようになった¹⁾。

単一免許・母国監督の原則を平等な条件の下で実施するには、金融機関に対する規制の枠組みも共通なものにする必要があった。そこで、金融機関の健全性に関わる規制として、自己資本に関する規制（自己資本指令〔89/647/EEC〕と支払い能力指令〔89/299/EEC〕）が1989年に採択され、大口信用に関する規制（大口信用指令〔92/121/ECC〕）が1992年に採択された。自己資本指令は、第2次銀行指令を補完するもので、EU 次元の共通市場における「銀行の自己資本」を定義したものである。支払い能力指令は、積算された自己資本に基づいて支払い能力を査定する際の定義と技術に関する指令である。これら銀行関連の煩雑な指令群は、2000年に採択された銀行監督指令による単一指令に統合され、銀行指令の制定は一区切りを迎えた。

第3に、各国の証券会社が EU レベルで自由に活動することを規定する「投資サービス指令：ISD, Investment Service Directive」が93年に採択された。その目的は、EU に拠点を構える証券会社（Investment Firm）に対して、EC/EU 域内での自由な支店の設置や国境を越えたサービス提供を認める域内単一免許と、域内の取引所会員の取得や取引所への自由なアクセスを定めたもので、銀行の域内単一免許を定めた第2次銀行指令の証券版といえる²⁾。

ヨーロッパ証券市場は拡大し続ける中で、現状の ISD では不十分になったため、改正が必要とされた。その理由は、第1に、投資サービス業者のライセンスについて有効な相互承認を行うことができるように十分な調和がなされて

1) 高屋, 2010 年, 第4章「EU の金融市場と金融市場統合」100-101 頁, 田中, 2014 年, 第4版, 196-198 頁を参照。

2) 日本証券経済研究所編, 2004 年版, 44 頁。

いなかった。第2に、ISDに掲げられた投資家保護についての規定が時代遅れになってきた。第3に、取引所の株式会社化と取引所間の国境を越えて再編、代替的取引システムの発展などの課題に対応できず、取引所が相互にもしくは新しい執行取引システムと競争を行う状況を織り込んでいなかった。

その後、欧州委員会は2000年11月に「投資サービス指令の改訂のための通達」を出して、指令修正の基本方針を策定した。2002年11月に「投資サービス・規制市場指令」が提出され、2004年4月に同指令を大幅に改正し、「金融商品市場指令」が採択された³⁾。ISDの改正は、ギリシャのような後進国の資金需要と中心国の投資家を結びつけて、金融機関の金融取引の機会を増やすこととなったと考えられる。

後述するが、ギリシャのEMU参加を契機とする長期国債利回りの低下傾向は、ある種のユーフォリアの中でギリシャ政府債の魅力を高めて、多くの外資を引き付けることとなった。その際、ギリシャ債の投資を誘発する金融技術の発達についても触れる必要があろう。

グローバルな信用市場を改造する点で最も大きな役割を果たしたのがシングルネーム・クレジットデフォルトスワップ(CDS)契約、CDS・インデックス、CDO(担保付債務支払い証書)である。これらの発明は投資家間に信用リスクを再配分するのに役立っている。シングルネームCDS契約は店頭デリバティブであり、買い手は特定の借手のデフォルトの発生によって生じる損失に対する保護の対価として固定プレミアムを支払う。CDS契約の殆どは、CDSインデックスの形態で積極的に取引されており、CDSインデックスは複数のシングルネームCDS契約の標準的ポートフォリオによって構成される。CDOは、信用ポートフォリオのリスクが従属的な組み合わせの方法によって様々なリスクのトランシュに転換される証券のことである。これらの金融手段を使う裁定取引が可能となることで、債券価格が連動して動いている⁴⁾。CDSの取引規模は

3) 日本証券経済研究所編、2004年、44頁。

4) BIS Quarterly Review, June 2008, pp.57-58.

2008年に約30兆～40兆ドルに上り、そのうちヨーロッパの債券の占める割合は27%であった。ギリシャ国債のCDS取引はその一部であり、CDSの成長はギリシャ債の価格を他国の債券価格へと平準化する方へ働かせる点で、ギリシャ債への投資を増やす要因となった。

1-2 地域政策の役割

1990年代のEUの構造基金と結束基金による地域政策は、EMUの推進にとって障害となるEU域内およびEU加盟国間の経済格差の是正を目的として、南欧諸国への資金移転を行い、その対価として、EU単一市場に対応できるように規制緩和、ルール変更を含む構造改革を迫るものであった。こうしてギリシャも財・サービス・資本の市場開放を求められ、EU域内の単一市場に一層包摂されることになった。

1992年構造基金からの受取(GDP比)は、ギリシャ2.8%、ポルトガル2.7%、アイルランド2.4%、スペイン0.5%と1987年と比べて飛躍的に増加した。1993年～2000年の第2次中期財政計画で構造基金支出はさらに実質67%増加し、これら4か国の受取は倍増した⁵⁾

さらに、後述するリスボン戦略の目標は地域政策に関する2000年改革(2000～2006年計画)に反映され、15の加盟国に対して2,130億ユーロ、新規加盟国に対して220億ユーロが予算化された。その次の2007年改革(2007～2013年計画)は、2004年のEUの中東欧拡大に伴い、域内格差の是正を最優先課題と位置付けた(EUの地域政策は7年毎に改革が行われている)。さらに2007年にブルガリアとルーマニア、2013年にクロアチアが加盟した。予算は3,470億ユーロが計上され、研究・技術開発、環境インフラ、気候変動対策の分野に主に投資された⁶⁾

5) 田中, 2014年, 第4版, 246-247頁。

6) EU, European Commission, EU Regional Policy and Urban Development, Regional Policy, (http://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/what/history/5-August-2018 access)

2つの改革により、構造基金と結束基金の政策目標の統廃合が実行された。EUの域内格差の実態を示せば、高所得者5%の所得に対する低所得者20%の所得の比率は、EU15カ国の場合は1.86であるが、EU25カ国の場合は2.35へと広がった（2000年時点でのデータ換算）。また、所得格差を表すジニ係数とTheilインデックスは国内と国家間ともに数値の拡大により格差が拡大する状況を示した⁷⁾。

こうした2004年の中東欧拡大によるEU域内格差の広がりを背景に、中東欧地域への拠出金が増加したため、ギリシャへの配分額は減少せざるを得なかった⁸⁾。そのため国際収支の第2次所得収支が示すギリシャの受け取り金額は、2008年を境に約半分以下へ大幅に下落した。受入金額の規模は2008年までは経常収支赤字補填の約2割を占めていたが、2009年には約1割を占めるほどに減少した。こうして経常収支赤字の補填に大きく貢献していた第2次所得収支の受入金額の減少は、ギリシャの対外負債の返済を困難にする一要因となった。

1-3 リスボン戦略

2000年3月のリスボン臨時欧州理事会で、「グローバリゼーションに対応した新しいヨーロッパ経済社会モデルの構築」がEUの最重要課題となった。「欧州経済社会モデル」の構築へ向けた目標は、雇用の改善と社会的結束を伴う持続的経済成長を達成することであると位置づけされた。

Altomonte, C. and Nava, M (2005) は、「欧州経済社会モデル」を次のように述べている。

成長はEUの経済社会モデルの必要な要素であるが、それは唯一の要素ではない。EUにとって経済成長は、EUの野心的でかつ多額の費用がかかる社会モデルを維持するための目標と同時に手段でもある。EUは、分配と環境への

7) Altomonte, C. and Nava, M. (2015), p. 180.

8) 構造基金による国別資金移転状況は、田中、2014年、第4版、252頁）を参照。

影響を考慮することなく、最高度の経済成長の達成を目標とする経済発展モデルを求めることはしない。そのため、EUの目標は、単なる経済成長ではなく、維持可能な均衡のとれた成長である⁹⁾。

要するに、域内の持続可能で均衡のとれた経済社会を維持するために、経済成長を追求するモデルといえる。

リスボン戦略では「雇用の改善と社会的結束を伴う持続的経済」という目標を達成するために、以下の3つの全体的な戦略目標が設定された。

- ①情報化社会と R&D のための政策改善により、また競争と技術革新のための構造改革のプロセスを向上すること、および国内市場の完成により、知識基盤経済・社会への移行を準備すること。
- ②欧州社会モデルを近代化し、人的投資を行い、社会的排除と戦うこと。
- ③適正なマクロ経済政策のミックスを応用することにより、健全な経済見通しと望ましい成長の期待を維持することである。

EUは域内全体の生産性の向上を可能にするための一連の改革を加盟国に促す必要があり、それらの戦略はその方向性と首尾一貫する必要がある。第1の戦略目標は、成長を促進し、知的基盤社会へ移行するためのミクロ経済改革であり、第2の戦略目標は、EUの低レベルの不平等を保持するための社会改革である。第3の戦略目標は、健全な経済見通しと望ましい成長の期待を維持することであり、2つの戦略目標を達成するための枠組みを成すものといえる。

第3の戦略目標は、8つの行動領域が挙げられており、それらの中の3つの領域は単一市場の完成を特に政策目標としている。すなわち、生産物市場の自由化と国家補助の削減、EUのネットワーク（情報通信、公益事業、交通等）の完成、およびEUの金融市場の完成である。残りの5つの領域は、情報化社会の向上、R&Dと技術革新の育成、企業環境の向上、欧州社会モデルの維持と強化、環境・気候変化への取り組みである¹⁰⁾。

9) Altomonte, C. and Nava, M. (2015), p. 170.

10) Altomonte, C. and Nava, M. (2015), pp. 186-187.

ところで、リスボン戦略は、欧州の低成長の問題に対して包括的な戦略を設定している意味で肯定的に評価される一方で、次のような理由で否定的にも評価されていた。すなわち、リスボン・プロセスは、最終目標（持続的成長と社会的結束）、中間目標（雇用率の上昇）および政策手段が混在しており、優先順位が不明確である。さらに、目標と達成すべき指標が多すぎるため、加盟国は比較的良く実績を上げる分野が多少あれば、自己満足できるというリスクを暗示していた。こうした否定的評価はあるが、リスボン戦略は加盟国の改革圧力を強めるものだったことは間違いない。

リスボン戦略（2000年）はその後見直しが行われ、2005年3月に「新リスボン戦略」が導入された。こうしたリスボン戦略と新リスボン戦略は、2000年代のギリシャの構造改革の指針となる。構造改革は制度、規制やルールの変更を伴う。EU域内単一市場の完成を目指すことは、各国の固有のルールを変更し、加盟国はEUの共通の規則に基づくルールの採用が求められる。共通のルールの下で国境を越えた競争を実現し、すなわち、国家間での競争原理をいっそう強化することにより、EU域内市場の労働生産性を向上させ、それにより周辺国の国際競争力を強化することを狙ったのである。こうしたネオリベラルなEUの経済政策は、ギリシャに構造改革迫ることになった。

第2章 ギリシャの単一通貨導入に伴う構造改革

ギリシャにおける構造改革は、金融市場において最も早く進められた。なぜならば、単一通貨の流通に合わせた制度改革が急務だったからである。その他、国営企業の民営化が進められ、公募増資や政府保有株式の直性売却を国外へも開放することは、資本市場を通じて外資の流入を促進する条件となった。以下、それらの改革の進捗度をみておこう。

2-1 EMUに向けた金融市場改革

第1に、ユーロ導入により、単一短期市場金利の形成によりギリシャにおけ

る短期金利が引き下げられ、それに伴い、長期資金金利（長期国債利回り）も低下した。持続する好景気による高い物価上昇率は実質金利を引き下げため、銀行融資を増やし企業の設備投資を活発化させる。

ギリシャの国債利回りの低下は、銀行にとって安定的だった国債保有の収入を低下させるため、民間部門への貸付競争を強化する作用があった。ギリシャの銀行は伝統的に高い比率の政府債を保有していたが（1998年でギリシャの銀行総資産の22.1%を占めたのに対して、ユーロ圏では約9%であった）、ギリシャ国債の利回りが1999年以降急速に低下したため、銀行は代替的な収益源を探す必要が出てきた。こうした背景で銀行の民間部門、とりわけ家計部門への融資を拡大していった¹¹⁾

第2に、金融市場の自由化は、①銀行の貸付取引に関する規制緩和と②政府による国営銀行の民営化を通じて進められた。①銀行の貸付取引に関する規制緩和は、例えば、量的信用規制が1990年代半ばに廃止されたこと、また、2000年半ばまで12%であった銀行の預金準備率が2%へ引き下げられたことに見られる¹²⁾

後者の預金準備率の引き下げについて、蓄積されていた135億ユーロに上る準備額が段階的に利用可能となり、2000年に2.5億ユーロ、2001年80.8億ユーロ、2002年51.6億ユーロが貸付取引に活用された。2002年中頃の民間部門への融資残高の16%は、預金準備から自由となった余剰資金が利用された¹³⁾

さらに、預金準備率の引き下げは、民間銀行の金庫内現金から運転準備を差し引いた余剰準備を生み出し、つまり、貸付可能資本を増やすこととなった。さらに、ギリシャ中央銀行（Bank of Greece, BOG）の預金金利が段階的に低下してECBの預金ファシリティ金利へ収斂すると、民間銀行のBOGへ余剰資金を預金するインセンティブは低下するため、民間部門へ融資するための貸

11) Charles Enoch and İnci Ötoker-Robe (2007), p. 290.

12) Charles Enoch and İnci Ötoker-Robe (2007), p. 289.

13) Charles Enoch and İnci Ötoker-Robe (2007), p. 290.

付可能資本は増えることとなった。民間銀行にとって、貸付可能資本の増加は銀行の信用創造による与信力を強化した。シュンペーターの革新的投資のように信用創造による通貨供給が生産力上昇による供給力増大をもたらす方向に向けられるならば、労働生産性の上昇に結び付く。しかし、2002年第4四半期から2012年第IV四半期において、企業の融資需要のうち固定資本投資がプラスの反応を示した四半期は7、マイナスは19、ゼロは9であったことから、銀行の企業向け融資は増大したが、革新的投資を目的とする融資は少なかったといえる¹⁴⁾

②政府の国営銀行の民営化は銀行間競争を促進した。商業銀行業務から国家の漸進的な撤退により、民間銀行の展開に刺激となり、競争圧力が高まった。民間銀行は、商業銀行の国有のさらなるダウンサイジングに沿って、銀行制度の構図を再構成する合併と買収を通じて、市場占有率を巡る激しい競争の中にあった。民営化と競争の強化の結果、商業銀行の総資産に占める国営銀行の市場比率は1995年の60%から1999年の46%へ低下した¹⁵⁾

1999年3月にイオニア銀行は、1998年の二度の入札と労働運動による激しい抵抗に続いて、売却された。このことは政府の民営化計画の信頼を高めた。民間銀行の統合プロセスはさらにギリシャ銀行制度の集中を進めたのである。1999年には商業銀行総額のうち5大銀行（そのうち2つは依然として政府の家督下にある）の占める割合は1995年の73.4%から1999年の78%へ増加した¹⁶⁾

国営の商業銀行のリストラが急速に進むことにより、不良債権と赤字企業の株式保有を銀行のバランスシート上から整理することが殆ど完了した。また、最大規模の特別与信機関の2行、産業開発ヘレニック銀行(ETVA)とギリシャ

14) Monetary and Banking Statistics, Bank lending Survey, Changes in the contribution of the following factors affecting the demand for loans or credit lines to enterprises (Question 5), Bank of Greece, HP, 14-May-2018 access.

15) OECD Economic Surveys Greece 2000-2001, p. 81.

16) OECD Economic Surveys Greece 2000-2001, p. 82.

農業銀行（The Agricultural Bank of Greece, ATE）のリストラが進んだ。政府は、それらの銀行の政府保有の自己資本を入札し民営化を進め、また、バランスシートの健全化に努めた。

ギリシャの銀行制度は、過剰な従業員数のため営業費用が割高であることがOECDから問題視されていた。OECDの調査では1999年に平均で一支店当たり22名であり、1994年に比べて25%低下したが、EU平均と比べて約2倍だけ高かった¹⁷⁾。銀行の統合はこうした余剰人員の削減に寄与するものであった反面、雇用者の労働環境を悪化させるものであった。

ところで、政府は、以上に述べた金融市場改革を進める一方で、2000年1月に銀行のポートフォリオ上の不良貸出の利息滞納金を一定限度まで償却する法案を発表した。この政府の不良債権処理は、融資返済の規律を弱め、改革に逆行するものであった。なぜならば、この利息滞納の恩赦は、資金の借り手を優遇するため、深刻なモラルハザードを引き起こすリスクがあると考えられたからである¹⁸⁾。モラルハザード問題は、ギリシャソブリン危機の時に顕在化し、その後の銀行の不良債権処理の困難さの原因であり続けるのである。

2-2 国営企業の民営化

ギリシャの国有企業の民営化の目的は、企業の売却による国家収入の確保だけでなく、市場を開放することによる競争の促進、独占市場の廃止による資源配分の改善、海外直接投資の誘致にもあった。競争を妨げる既存の規制を自由化する観点から、国の産業への介入を取り除く方法として国営企業の民営化が進められた。

国有企業民営化は、独占体として国に保護されていた企業を競争に晒し、参

17) OECD Economic Surveys Greece 2000-2001, p. 83.

18) OECD Economic Surveys Greece 2000-2001, p. 83. そうした措置は市場の規律を蝕み、借り手のインセンティブを歪める。ATEは正にそうした例である。ATEは過去に不良債権によって酷く負担を背負ってきた。それは、融資の繰り延べから生じる借入支払いのインセンティブが弱いこと、以前農家にしばしば与えられた未払金の恩赦を反映している。

入障壁を取り除いて市場競争を強化することにより、資源の適正配分が実現し、社会厚生が均等化するという新古典派経済学思想に沿った政策であった。他方、国有企業の民営化は、外国資本から見れば新たな投資機会を生み出す。ただし M&A の投資対象として収益は上がれば長期的な投資を継続するが、収益が出なければ外資は市場から撤退し、市場を不安定化させるリスクを孕む。

さて、国営企業の民営化は 2002-2003 年に進み、国家の調達額は約 58 億ユーロに上った。2004 年 3 月に成立した新政府は既存の民営化計画を検討し、2004 年に国営企業の民営化による売却額は 8 億ユーロであり、それまでの 2 年間に調達された金額の 4 分の 1 であった¹⁹⁾。そこで、2005 年 3 月に政府によって示された官民連携の法的枠組みの確立により、配達サービスの改善が期待された²⁰⁾。

1990 年代中頃からの幅広い分野における国営企業の部分的民営化の実施に関して、一定程度の進捗が見られた。ただし、OECD の 2005 年時点での評価によれば、政府は、主な公益事業の株式の多くを継続的に保有することより経営上の議決権を維持し、公益に反すると思われる戦略的な決定（例えば、資産売却など）を阻止した²¹⁾。したがって、構造改革の手段としての国営企業の民営化は、進捗のスピードは緩やかであった。

もっとも国営企業の民営化のスピードは緩慢でも、1990 年代と比べて 2000 年代に民営化が進んだことは事実である。2000 年代は、公募増資と直接売却により民営化収入が増加した。また 2000 年前半（01-03 年）における民営化の収入は、対 GDP 比 2.5% 程度に相当した²²⁾。2000 年から 07 年の期間に実施された民営化の規模は、2006 年の GDP 比で 4.8% と、OECD 加盟国のなかで

19) OECD Economic Surveys : Greece 2005, p. 83.

20) OECD Economic Surveys : Greece 2005, p. 83.

21) OECD Economic Surveys : Greece 2005, p. 83.

22) 土田陽介、『証券経済研究』第 91 号、106 頁。

上位6番目の水準だったと評価されている²³⁾ この間に民営化が進んだ国有企業としては、テレコム事業（OTE）筆頭に、ETBA やナショナル銀行（National Bank of Greece）などの大手金融機関、港湾事業や上下水道事業、造船事業などがある。

ギリシャは2001年からのユーロ導入の条件の一つである政府債務基準（対GDP比60%に近づける）を満たす必要があり、国営企業の民営化のため株式売却による収入の獲得はそうした方針に適した政策であった。ギリシャ国営企業の株式の売却や増資に際して、EUのサービス自由化によるEU大手およびアメリカ大手の投資銀行がビジネスチャンスを求めて、投資銀行業務に深く関わるようになったことは想像できる²⁴⁾ こうした国営企業の民営化は、外資の流入を促進する契機となった。

第3章 2000年代の経済成長と「双子の赤字」

3-1 ギリシャのキャッチアップ

ユーロ圏12か国の一人当たり国民所得の国家間経済格差を表す変動係数は、2000年の0.41から2007年の0.38へ低下していることから、ユーロ圏内の所得格差は縮小した（図1）。低所得国の中でもギリシャの所得の伸び率は最も高かった。キャッチアップの指標として一人当たりGDP指数（購買力平価指数）の変化をみれば、ギリシャの一人当たりGDP成長率は、1990年代は概して12か国平均を下回っていたが、金融危機が生じる2008年までの2000年代では12か国平均とドイツを上回る勢いであった（図2）。

23) OECD Economic Surveys: Greece 2009, p. 7.

24) 英米およびEUの投資銀行が国有企業の株式売却において深く関わってきたことは、次のような事例で理解することができる。2007年4月24日、ギリシャの民営化促進機関－ギリシャ資産開発基金は、同国北部テッサロニキ港の民営化入札で、ドイツの投資会社や仏海運大手CMACGM系の港湾運営会社などをつくる企業連合が最高額を提示したと発表した。約2億3千万ユーロ（約270億円）で国営の港湾運営会社の株式67%を譲渡する。2051年までの港湾運営権も付与する。企業連合側に義務付ける設備投資や政府が受け取る運営権収入などを含むと総額は11億ユーロになる。会計監査院の承認を待って契約を結ぶ（『日本経済新聞』朝刊、2017年4月26日付け）。

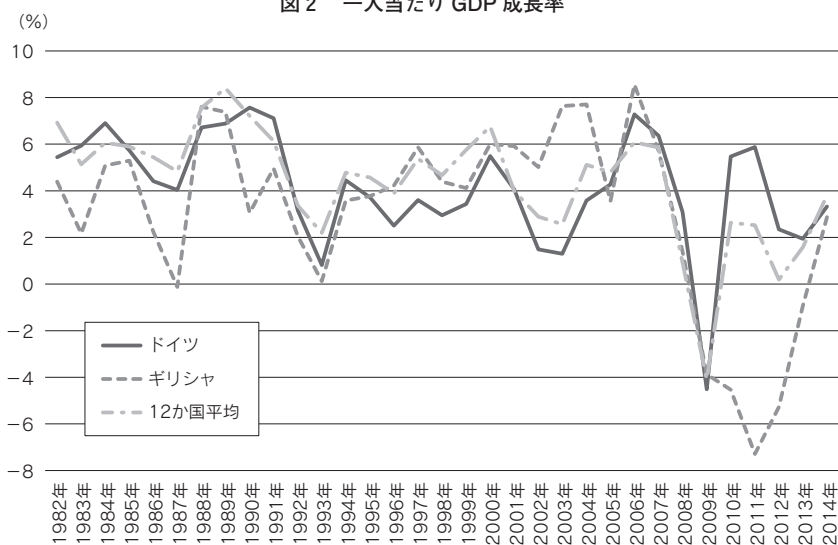
図1 一人当たり GDP の変動係数（ユーロ圏 11 カ国）



(出所) IMF, World Economic Outlook database, October 2017.

(備考) GDP per capita, current prices (US dollar per capita)

図2 一人当たり GDP 成長率



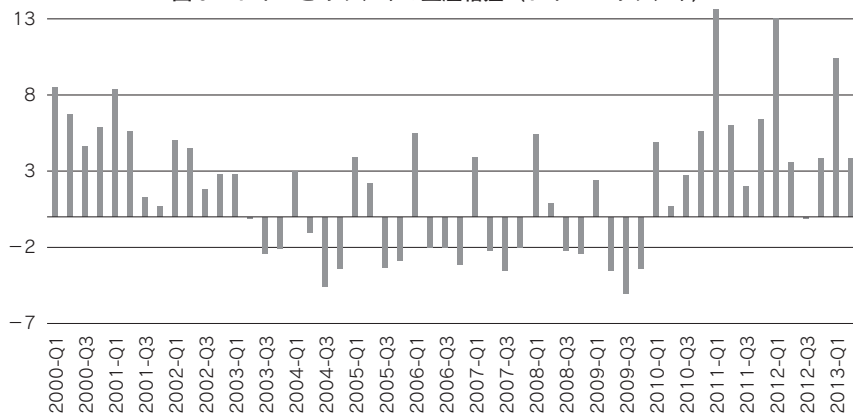
(出所) IMF World Economic Outlook Database, IMF Data Mapper, real GDP gwpwth.

(備考) GDP per capita, current prices (Purchasing power parity ; international dollars per capita) で表示。

次に、一人当たり GDP の決定要因の一つである雇用者一人当たり生産額を見ておこう²⁵⁾ 雇用者一人当たり実質生産額は、2005年=100とする場合、ドイツは2001年第Ⅰ四半期から2005年第Ⅳ四半期の間に5%ポイントだけ増加したのに対して、ギリシャは同期間に16.4%ポイントだけ上昇した。2006年第Ⅰ四半期から2007年第Ⅳ四半期の間に2.71%ポイント上昇したのに対して、ギリシャは同期間に10.2%ポイントだけ上昇した²⁶⁾ ギリシャの労働生産をドイツと比較すれば（図3はドイツとギリシャの差を示す）、2003年第Ⅲ四半期から2009年第Ⅳ四半期までの大部分の時期において、ギリシャがドイツを上回っていた。

ところで、ギリシャでは構造改革が進まず、相対的な高水準の賃金コストと低水準の労働生産性が国際競争力を弱めた結果として、貿易収支は赤字になる

図3 ドイツとギリシャの生産格差（ドイツーギリシャ）



（出所）Eurostat, 8-Jan-2018 access.

（備考）雇用者一人当たり実質労働生産性（2005=100）

25) *GDP/人口=(GDP/労働者数)×(労働者数/人口)

GDP/労働者数（雇用者一人当たりの生産額）は労働生産性を表し、労働の効率性を示す。労働者数/人口は、雇用者の利用率を示す。

26) Eurostat, real labour productivity per person employed, index, 2005=100, 8-Jan-2018 access.

という議論は、果たして正しいであろうか。国際競争力の尺度として単位労働費用（LUC）を挙げれば、LUC 上昇率は賃金上昇率と正比例、労働生産上昇率と反比例の関係にある。先に述べたようにギリシャの 2000 年代の労働生産性上昇率は低水準ではなく、逆に相対的に高水準であった。確かにギリシャの ULC 上昇率は 2000 年代において相対的に高かったが、その上昇は労働生産性の相対的な低さによるのではなく、景気高揚に伴う物価上昇が賃金水準に反映されたものであろう。

OECD Economic Surveys (2007) は、2000 年～2005 年のギリシャの一人当たり GDP 成長の大半が、労働投入の増加よりむしろ急速な生産性成長によるものと説明している。同期間に平均一人当たり労働時間は僅かに低下していた。さらに、総人口に対する総雇用の増加は、一人当たり GDP 成長率の年間増加率の 0.5% 以上程度を占めることを説明するに過ぎない。²⁷⁾ OECD の試算が正しいければ、金融危機前の 2000 年代一人当たり GDP 成長率は 3～7% であったので、その増加の殆どは労働生産性の上昇によるものであったことになる。この点について、OECD Economic Surveys (2007) が示す、過去 10 年間におけるこの労働生産性の高さは一見すると謎かもしれない。というのも、多くの指標によれば、ギリシャは労働市場と商品市場の弾力性の点で低位に位置づけされており、また、人的資本形成と技術革新の点からも遅れている²⁸⁾と指摘しているからである。

労働生産性は、GDP／雇用者数と表せるので、GDP 成長率が雇用者数の増加率を上回れば、労働生産性は増加する。OECD Economic Surveys (2007) はギリシャの労働生産性の高さの原因を謎と指摘した上で、その理由を補完する要因として次のような点を述べている。

①生産物市場に関する規制の改善、②金融市場の自由化、③EMU の参加による金利の低下、④ 2004 年開催されたオリンピックの刺激と波及効果（観光

27) OECD Economic Surveys : Greece 2007, p. 24.

28) OECD Economic Surveys : Greece 2007, p. 24.

業), ⑤東南欧州への輸出の拡大(バルカン諸国, 中東欧州, 中東への輸出製品の比率は1990年前半と2000年代前半の間に17%へと3倍に増加した。逆に, ユーロ圏諸国への製品輸出の比率は同時期に55%から35%へ低下した), ⑥1990年代の移民の流入による労働力の増加とインフォーマル部門の雇用拡大による労働費用の削減である。

①, ②, ③は制度, 規制やルールの変更に関わるものであるから構造的要因であり, ④, ⑤, ⑥は景気循環の拡大を促す要因とみることができよう。以上の要因は複合的に作用し, ギリシャの経済成長を支える要因となった。

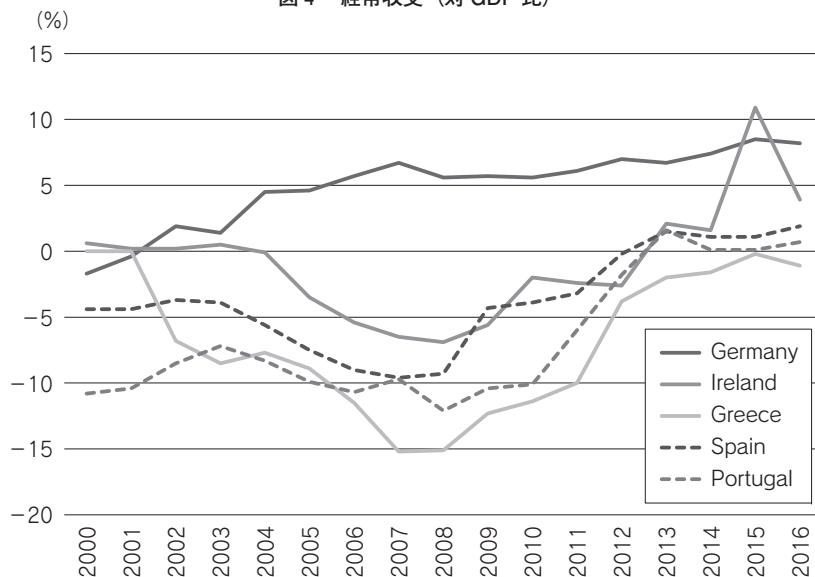
3-2 貿易・経常収支赤字と財政赤字の拡大

(1) 貿易・経常収支赤字

ソブリン債務危機に陥った国に共通していたことは, 経常・貿易収支の大幅な赤字である(図4)。ギリシャは, 2000年代に財政収支と貿易・経常収支がともに赤字であった。ポルトガルとスペインも同様に, ソブリン債務危機に陥る前から貿易・経常収支は赤字が継続していた。IS バランス, すなわち $(S-I) + (T-G) \Leftrightarrow X-M$ によれば, ギリシャは財政収支赤字を賄うだけの民間部門の余剰貯蓄が不足している, あるいは, 民間部門も過小貯蓄(または過剰投資)という状態である。したがって, 前者の場合には財政赤字のファイナンスは一部外資に依存しなくてはならない。後者の場合には財政赤字のファイナンスは全て外資に依存しなければならない。

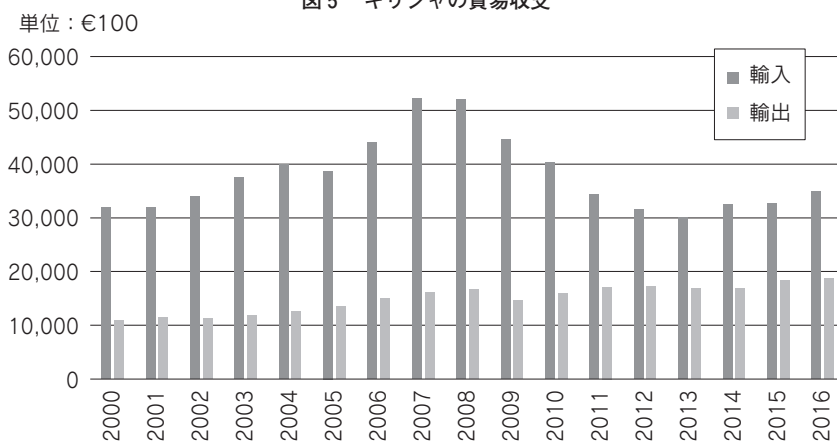
以下, ギリシャの貿易収支の増加傾向, 貿易収支の中身を見ておこう(図5)。2000年からの貿易収支赤字の原因は, 輸出金額を大幅に上回る輸入金額の増加であることがわかる。GDP 成長の拡大に伴い, 原油, 船舶の輸入金額の増加は顕著であり, 原油と船舶の合計収支の赤字が全体の貿易収支赤字に占める割合は, 約3割であった。その他の輸入製品の中には乗用車, 医薬品, 石油製品が多くを占めていた。ギリシャ貿易の輸入国(ギリシャへの輸出国)は2005年時点で, 1位がドイツ(12.7%), 2位がイタリア(12.4%), ロシア, フラン

図4 経常収支（対GDP比）



(出所) Eurostat, database, current balance-annual data, 22-Jan-2018 access.

図5 ギリシャの貿易収支



(出所) Bank of Greece, database, 30-March-2018 access.

スと続く²⁹⁾ HICP でみる消費書物価水準の推移は、2000年代を通して、ギリシャの相対的な物価上昇が顕著である。ユーロ導入により各国の為替平価変更ができなくなったことにより、低インフレのドイツは価格競争上の優位性によりギリシャのようなユーロ圏南欧へ輸出を拡大したのである。

一方、ギリシャの輸出商品の上位は、医薬品を除けば「加工されたアルミニウム」、「加工済み銅」、鮮魚、野菜、オリーブ油などが占めている³⁰⁾ 以上のように、低付加価値商品を輸出し、高付加価値商品を輸入するという途上国に典型的にみられる貿易構造を特徴としている。確かに、輸入金額の増加は、GDPの成長による消費・投資の拡大によるところが大きいが、ギリシャの貿易構造は継続的な貿易赤字を生み出している要因である点は留意する必要がある。

次に、サービス収支は2000年代に黒字金額が緩やかに増加した。サービス収支の受取で旅行と海上輸送が圧倒的な割合を占めている点から、観光業はギリシャの重要なサービス収支の収入源であることが分かる³¹⁾ 先述したように、第2次所得収支は主としてEUの地域政策による構造基金・結束基金の受入を示しており、経常収支勘定の中で赤字補填に大きく貢献していた。しかし、EUの中東欧拡大を転機として、それらの資金の多くが新規加盟国へ配分されたため、ギリシャへの配分は減額となり、2009年以降は減少している。また、EUからの構造基金は、地方自治体の道路・港湾・情報などのインフラ整備、職業安定所の支援等に充用される中で、自治体の財政収入となった。その点からEUの資金移転の減少は、ギリシャ全体の公的部門のファイナンスを脆弱にする要因となった。

29) JETRO 調査レポート、2007年5月。

30) 拙稿、2016年、144頁を参照されたい。

31) Bank of Greece, statistics, external sector, balance of payments, services balance, 30-March-2018 access.

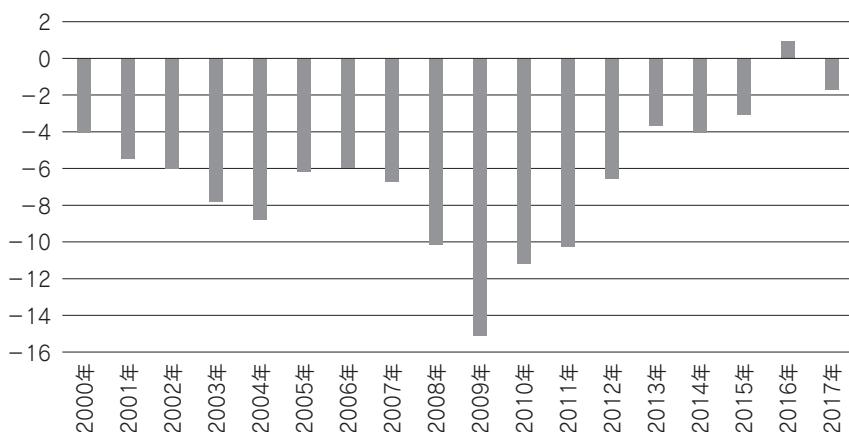
(2) 一般財政収支赤字の持続

ギリシャの財政収支赤字は、2000年代を通じて増加し続け、収支報告の粉飾が明らかとなった2009年には赤字規模は対GDP比で15%に達していた（図6を参照）。景気拡大期において赤字が継続したのは、構造的な性格を示している。2000代にギリシャは高成長を経験する状況下で、高い財政支出の伸び率に比べて税収は伸びなかったため、財政赤字が膨らみ続けた。

一般財政支出のGDPに占める比率は、2000年の45%から徐々に増加し、2009年には54%を占めていた。この比率は、OECD諸国の中では極めて高い水準である。高水準の一般財政支出は、この時期のギリシャの高成長の一要素であったことは確かである。

一般財政支出の中の最大の費目は社会保障費である。ギリシャの社会保障費はEU諸国と比べて際立って高いと言われるが、実体を見る限りそうした主張は当たらない。ギリシャの対GDP比でみた社会保護給支出の割合は一貫してEU15平均を下回り、ドイツやデンマークと比較すればかなり低い。ギリシャの社会保護給付支出が上昇するのは、2008年の欧州金融危機以降であり、そ

図6 ギリシャの財政収支（Percent of GDP）



（出所）IMF, World Economic Outlook Database, Oct. 2017

れは危機の原因ではなくむしろ結果である³²⁾

では、2000年代の貿易収支赤字と財政赤字は如何にファイナンスされていたのか。次節で見ておこう。

3-3 「双子の赤字」のファイナンスの特徴

(1) 資本収支の動き

2000年代のギリシャの総合収支（経常収支、資本移転収支、金融勘定の合計で、外貨準備と誤差脱漏を除く）によれば、2002年、2009年以外は赤字であり、2003年と2005年は外貨準備が大幅に減少した。2007年と2008年は総合収支が赤字であるが、その赤字に対して外貨準備の減少ではなく、誤差脱漏の調整が対応している（表1）。

金融勘定の項目別にギリシャの負債（ギリシャへの資本流入を表す）を示したのが図7である。2000年から財政赤字の粉飾決算が明るみに出た2009年までポートフォリオ投資による資本流入が続いた。銀行の貸借が中心である「その他投資」は、2004年まで不安定であるが、それ以降は2012年まで資本流入が続いた。このように「その他投資」は第1次ソブリン債務危機が発生した2010年に減少はしたが、マイナスには転じなかった。一方、直接投資による資本流入はそれらの2つに比べれば低水準で推移した。

アジアで見られた資本収支の黒字が経常収支赤字を引き起こすという意味での資本収支危機ではなかった。ただし、証券投資と銀行借入による資本流入が国内の投資と消費を支えて景気拡大が持続し、需要の拡大が輸入を増加させたとみてよいであろう。

次に、視点を変えて海外の銀行の側からの対ギリシャ向け融資を見ておこう。図8は、融資先（資本の借手）を銀行、銀行以外の金融機関、非銀行事業部門、公的部門に分けて、融資金額の変化を示している。公的部門の借入は2000年

32) 尹 春志, 111-112頁。

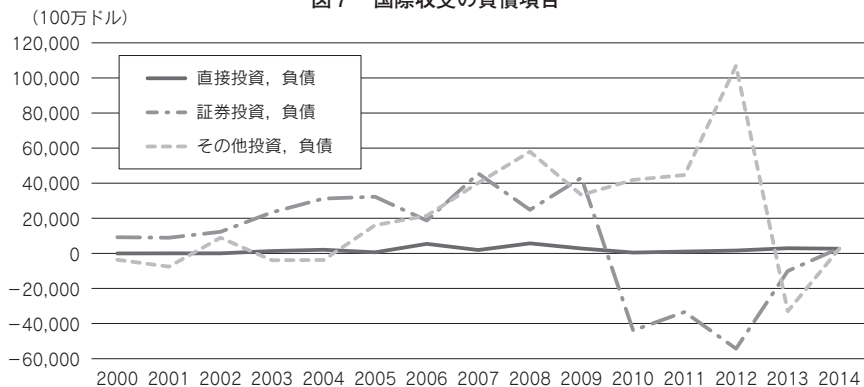
表1 ギリシャの国際収支

(単位: 100 万ドル)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
経常収支勘定(準備と関連項目を除く)	-9,819.7	-9,393.9	-9,581.6	-12,803.5	-13,476.1	-18,233.2	-29,585.3	-44,587.3	-51,312.8	-35,913.2	-30,275.1	-28,582.9	-6,172.1
財収支	-20,201.3	-19,113.0	-21,468.1	-25,577.0	-31,587.0	-34,235.7	-44,033.5	-56,925.6	-64,892.8	-42,866.7	-37,552.0	-37,883.6	-25,281.1
財・サービス収支	-12,286.4	-11,219.9	-11,132.1	-12,572.7	-12,555.8	-15,096.0	-24,889.1	-34,239.8	-39,477.1	-25,054.4	-20,260.0	-17,339.0	-5,986.1
財・サービス・第1次所得収支	-13,171.3	-12,986.9	-13,088.4	-17,075.3	-17,980.3	-22,126.0	-33,847.0	-46,708.9	-55,492.4	-34,556.8	-27,887.8	-26,481.9	-4,947.5
資本移転等収支(準備と関連項目を除く)	2,112.3	2,153.0	1,529.7	1,411.0	2,989.9	2,563.0	3,821.9	5,956.9	5,995.1	2,817.7	2,776.3	3,659.7	3,009.7
経常収支・資本移転等収支の合計	-7,707.4	-7,246.9	-8,051.8	-11,392.5	-10,486.3	-15,670.2	-25,743.4	-38,630.4	-45,317.7	-33,095.5	-27,498.9	-24,923.2	-3,162.5
金融収支(準備と関連項目を除く)	-10,830.0	-536.7	-11,578.3	-6,417.3	-6,836.4	-15,633.2	-25,680.7	-38,027.4	-44,243.5	-34,930.4	-14,180.3	-11,918.3	-1,616.1
直接投資、資産	1,006.9	-972.0	648.9	450.9	1,070.6	1,508.3	4,234.2	5,260.8	3,206.0	2,439.9	1,696.9	1,817.4	678.5
直接投資、負債	-8.2	2.0	34.2	1,407.5	2,147.4	690.0	5,409.2	1,957.7	5,733.4	2,762.6	533.7	1,092.1	1,663.3
直接投資合計	1,015.1	-974.0	614.7	-956.5	-1,076.9	818.4	-1,175.0	3,303.1	-2,527.4	-322.7	1,163.2	725.3	-984.9
ポートフォリオ投資、資産	1,183.9	474.0	1,916.8	9,805.0	13,835.3	23,193.7	9,374.4	21,635.8	-143.8	10,915.0	-17,061.1	-6,845.1	74,030.8
ポートフォリオ投資、負債	9,261.7	9,012.0	12,339.8	23,455.8	31,300.7	32,307.9	18,737.9	45,545.5	24,890.9	43,144.1	-43,932.6	-33,419.5	-54,284.0
ポートフォリオ投資合計	8,538.0	10,423.0	13,650.9	17,465.4	17,465.4	9,114.2	9,363.5	23,909.6	25,034.7	32,229.1	-26,871.5	-26,574.4	-128,314.8
金融デリバティブ(準備以外)と従業員ストックオプション	-348.3	-74.0	175.4	-110.6	429.3	-13.1	-919.7	622.5	661.2	1,151.1	-432.5	986.0	1,077.7
金融デリバティブと従業員ストックオプション、資産	-348.3	-74.0	175.4	-110.6	429.3	-13.1	-919.7	622.5	661.2	1,151.1	-432.5	986.0	1,077.7
金融デリバティブおよび従業員ストックオプション、負債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他投資、資産	-6,970.0	1,538.8	6,951.9	4,413.2	7,463.5	8,739.9	7,336.2	22,117.7	40,678.7	29,715.2	97.2	4,519.5	-23,071.6
その他投資、負債	-3,551.0	-7,510.5	8,897.4	-3,887.6	-3,813.0	16,064.2	21,538.7	40,161.1	58,021.4	33,244.9	41,879.7	44,723.6	106,962.2
その他投資合計	3,419.0	-9,049.3	1,945.6	-8,300.8	-11,276.5	7,324.3	14,202.5	18,043.3	17,342.6	3,523.7	41,782.5	40,204.1	130,023.8
経常収支、資本移転等収支及び金融収支	3,122.6	-6,710.3	3,526.5	-4,975.2	-3,649.9	-37.0	-82.7	-603.0	-1,074.2	1,835.0	-13,318.6	-13,004.9	-1,546.4
誤差脱漏	-549.8	1,010.9	-1,663.2	282.7	372.8	-66.9	361.2	1,059.7	1,112.7	-825.2	-617.9	-305.1	-590.5
準備・その他関連項目	2,572.8	-5,693.4	1,863.4	-4,722.5	-3,277.0	-103.9	278.5	456.8	38.5	1,203.8	-13,936.4	-13,310.0	-2,136.9
準備資産	2,572.8	-5,693.4	1,863.4	-4,722.5	-3,277.0	-103.9	278.5	456.8	38.5	1,203.8	-201.1	-44.1	18.7
IMFからの貸借と買入(準備ポジションを除く)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13,735.3	13,266.0	2,155.6

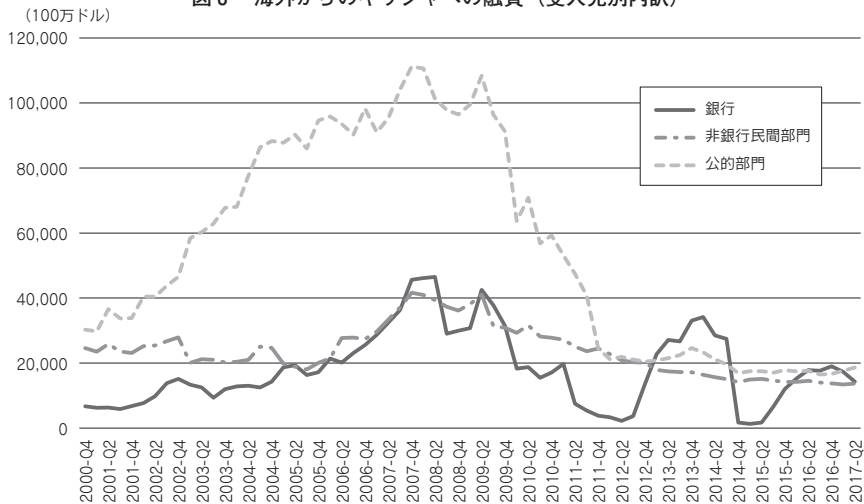
(出所) IMF, Greece Balance of payment analytic presentation, 16-Jan-2018 access.

図7 国際収支の負債項目



(出所) IMF, Greece Balance of payments analytic presentation by country. 16-Jan-2018 access.

図8 海外からのギリシャへの融資（受入先別内訳）



(出所) BIS, Consolidated Banking Statistics, 28-Jan-2018 access.

から 2009 年までに急増した。この公的部門の借入増加は、ギリシャ国債への海外銀行の投資によるものである。ギリシャの銀行部門の借入も大幅に増加し、対前年同期比は 2007 年と 2008 年には 50% を超過していた。ギリシャの実質 GDP 成長率は 2008 年までで 2%～3% であったので、生産的投資以外の用途、例えば、有価証券や不動産に対する投資などへ充用されていたと想像できよう。

2000 年代（2009 年第Ⅱ四半期まで）の海外銀行によるギリシャ国債買いが増加することにより、ギリシャ国債投資における非居住者の比率は大幅に増加した。ギリシャ国債投資に占める非居住者の比率は、2000 年の約 30% 台から 2009 年の 70% 台へと増加した³³⁾。つまり、海外銀行を中心とした積極的なギリシャ国債投資がソブリン債務危機前夜まで続いていたのである。ソブリン債務危機を引き起こしたのはそうした外国銀行による国債売りであった。

(2) TARGET Balance の役割

リーマンショックが欧州金融市場に及び、ギリシャは海外の資本、特に証券投資の引き揚げに直面し、2008 年の総合国際収支は赤字となった。翌年に一旦黒字になるが、2010 年のソブリン債務危機が現れると総合国際収支は大幅な赤字となった。この時、ギリシャのユーロ建・「総合収支」赤字は、ギリシャ中央銀行のユーロシステムに対する債務で埋め合わせされている。それ故、ギリシャの他のユーロ諸国に対する国際収支は、経常収支 + 金融収支 + TARGET Balance = 0、と表示される。

通常、国民国家の場合、国家間の最終決済は繰り延べすることができず、「外貨」で決済する必要がある。「外貨」は経常収支黒字によって獲得するか、多国からの借入かのどちらかである。しかし、ユーロ参加国ギリシャは対ユーロ圏取引において最終決済手段として外貨準備を用いず、TARGET Balance で

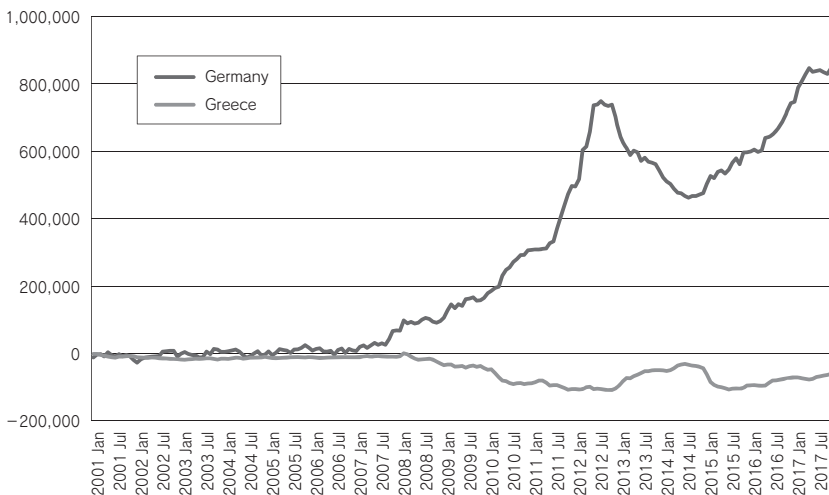
33) Brugel, datasets. last uodate : 22-March-2018, sovereign bond holding.

「総合収支」赤字はいわば自動的にファイナンスできる³⁴⁾

図9が示すように、2008年からギリシャの TARGET Balance（債務）は増加する一方で、黒字国ドイツの TARGET Balance（債権）が増加した。そのため外貨準備の喪失として国際収支上の「危機」として表面化しなかった。しかしその代り、ギリシャ国債の売りによる国債価格の暴落＝国債利回りの急騰となって現れ、2010年にソブリン債務危機が起こる。2000年代のギリシャは經常収支が恒常的に赤字であり、国債を自国で消化できる十分な貯蓄がなかったため、国債の購入は圧倒的に海外投資家に依存していた。そうした中で海外投資家の大規模な国債売りがソブリン債務危機の直接的な原因となったのである。その後も資本流出により「総合国際収支」赤字は、TARGET Balance（債務）により補填された。

図9 Target Balance

(単位：100万ユーロ)



(出所) ECB, TARGET balances of participating NCBs, 22-Jan-2018 access.

34) 奥田、『現代国際通貨体制』2012年。

結びに代えて

1990年代のEUの地域政策は、構造基金と結束基金を通じて公的資金を開発地域に配分するものである。ギリシャにおいても公的資金は、インフラ整備を通じたEU域内の物流網の拡大、情報通信網の形成、そして、公的資金の受け入れ条件とされる市場の規制緩和により、ギリシャを単一市場へ包摂する手段となった。

さらに、リスボン戦略（2000年）と新リスボン戦略（2005年）は、労働市場柔軟化と社会保護削減を求める新自由主義的な構造改革を強めた。これらの戦略は2000年代にギリシャの構造改革の指針となる。

EUの金融市場の完成を目指す政策は、銀行規制に関する指令と並んで、「投資サービス指令」によって、証券会社がEU内で自由に取引できる条件が整備されていった。それに併せて、信用デリバティブが世界的に成長する中で、CDSの拡大は債券の活発な裁定取引を生み出すことにより、ユーロ圏内の政府債利回りの収斂が進むことは、ギリシャ国債の投資を増やす要因となった。また、2000年代にギリシャが経済成長を続ける中で、金融市場改革が進められた。銀行の貸付取引に関する規制緩和は銀行の信用創造による与信力を強化した。一方、構造改革の一環として国営企業の民営化が進められ、実施のテンポは遅かったものの、一定の実績はみられた。

2000年代の景気拡大過程で、金融市場の開放により潤沢の外資流入が国内の消費と投資をファイナンスしたため、貿易・経常収支赤字は拡大を続けた。経常収支赤字の補填は、主として対内証券投資と銀行借入れであった。それと同時に、税収の伸びを上回る財政支出のため財政赤字も拡大した。財政赤字のファイナンスについて、ギリシャ国債投資に占める非居住者の比率は大幅に増加し、投資主体の中心は外国銀行であった。2010年にソブリン債務危機が発生したのは、ギリシャ政府の債務支払いに対する不安から外国銀行が一斉に国債売りに出たことが直接的な原因である。

なお、欧州金融危機以降、「総合収支」赤字は Target Balance（債務）の増加によってバランスをとるので、外貨準備の喪失による国際収支上の危機として表面化しなかった。その代り、ソブリン債務危機として現れたのである。

では、ギリシャのソブリン債務危機の原因をどのように捉えるべきであろうか。2000年代の持続的経済成長期において、ギリシャの一人当たり GDP 成長率はユーロ圏平均を上回り、また、同国の労働生産性の伸び率はドイツとユーロ圏平均（18か国）を上回り、経済格差の是正が見られた。したがって、ギリシャは相対的に労働生産性が低いため賃金水準が高く、したがって、国際競争力が弱く、構造的な貿易収支赤字が継続している、それに加えて、政府の放漫財政から生じた財政赤字が重なり、財政破綻に陥ったのではない。むしろ、ギリシャの労働生産性は相対的に上昇し輸出の拡大が見られたが、積極的な外資の流入が国内の消費と投資の拡大を支えて経常収支赤字を補い、同時に政府債への投資へ向かうことにより財政赤字がファイナンスされ続けたことが、政府の累積債務を膨らませていった。そうした中で、リーマンショックを端緒とする欧州金融危機を契機に、投機的要素によって動く外資の急激な引き上げがソブリン債務危機の直接的な原因となったといえる。

（2018年8月20日、脱稿）

参 考 文 献

- 奥田宏司『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年。
高屋定美『EU 経済』ミネルヴァ書房、2010年。
田中素香『現代ヨーロッパ経済』第4版、2014年。
土田陽介「政府の累積債務問題と証券市場の機能低下－ギリシャのケース－」『証券経済研究』第91号、129-142頁。
日本証券経済研究所編『ヨーロッパの証券市場』2004年版。
松浦一悦「EU のソブリン危機への対応とガバナンス改革」『日本 EU 学会年報』36号（2016年）
尹 春志「南欧雇用レジームの考察（上）：変化、連続性、解体」『西南学院大学経済学論集』50号2号、99-151頁。

JETRO 調査レポート「ギリシャの経済概況 2007 年」2007 年 5 月。

Altomonte, C. and Nava, M. (2015), *Economics and Policies of an Enlarged Europe*, Edward Elgar.

BIS Quarterly Review, June 2008.

Brugel, batasets, sovereign bond holding, <http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>

ECB, TARGET balances of participating NCBs, (https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/target_balances/html/index.en.html)

Bank of Grece, database.

Eurostat, database.

IMF, Database.

Kamberoglou, N. and Starvianou, N. (2007), *Regional Dimensions of dealing with Rapid Credit Growth : Perspectives from Greece (1998-2005)*, edited by Charles Enoch and İnci Ötoker-Robe, *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe*. Palgrave Macmillan.